

日本経済情報 2019年9月号

Summary

【内容】

4～6月期 GDP は
下方修正ながらプラス成長を継続

輸出は持ち直すも依然弱い

個人消費は駆け込み需要が本格化

設備投資は増勢弱まる兆し

住宅投資も頭打ち

2021年度にかけての見通し

日本経済改定見通し

想定通りの駆け込み需要で増税後も拡大基調維持

2019年4～6月期の成長率は下方修正されたが、3四半期連続のプラスを維持し、日本経済は緩やかな拡大を続けていることが確認された。

7月以降も、輸出は小幅に持ち直す程度にとどまっているが、個人消費は消費増税前の駆け込み需要も加わって増加基調を続けており、設備投資や住宅投資は頭打ちながら、日本経済全体で見れば緩やかな拡大を維持している。

輸出の先行きを見通す上で注目された日米貿易協定は、日本が米国からの牛肉や豚肉などの農産品輸入に関する関税を TPP の範囲内で引き下げる一方、米国も工業品の一部について関税の撤廃や引き下げを行うことで、ひとまず合意に至った。また、最大の懸念材料であった自動車への追加関税（25%）は、現時点で対象外であることが確認された。

消費増税後の日本経済は、一旦停滞するも、駆け込み需要が小さいため反動も小さく、政府の対策により増税負担が緩和されることから、年明け頃には東京五輪関連需要の盛り上がりに伴い、景気は再び拡大ペースを速める見込み（先月の見通しから不変）。

日米貿易協定の概要

	日本	米国
農産品	牛肉・豚肉・小麦・乳製品・ワインの関税はTPPと同内容 コメは米粒のほか、調製品を含めたコメ関係はすべて除外 米国との将来の再協議規定あり	牛肉について現行の日本枠と複数国枠を合体 醤油、ながいも、柿、メロン、切り花、盆栽等42品目の関税撤廃・削減
工業品	有税工業品は譲許せず	自動車・自動車部品については、米国譲許表に「更なる交渉による関税撤廃」と明記 自転車、楽器、蒸気タービン、工具などその他の工業品の関税撤廃・削減
※通商拡大法232条の扱いについては、「両国は、両協定の誠実な履行がなされている間、両協定及び本共同声明の精神に反する行動を取らない」旨を日米首脳共同声明で確認。数量制限、輸出自主規制等の措置を課すことはない旨は閣僚間で確認。		

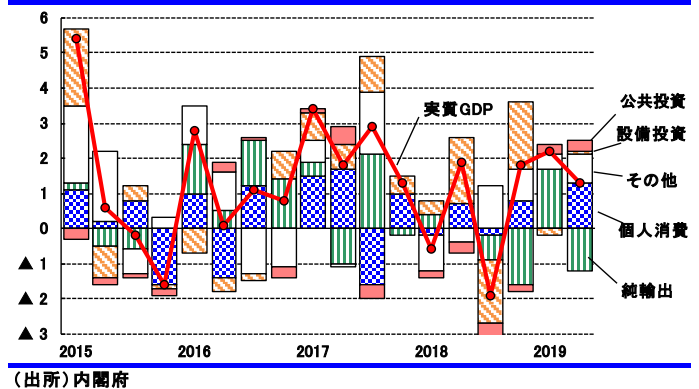
（出所）内閣府「日米貿易協定、日米デジタル貿易協定の概要」

伊藤忠総研
チーフエコノミスト
武田淳
(03-3497-3676)
takeda-ats
@itochu.co.jp

4～6 月期 GDP は下方修正ながらプラス成長を継続

9月9日に発表された2019年4～6月期GDP2次速報は、1次速報値の前期比+0.4%（年率+1.8%）から前期比+0.3%（年率+1.3%）へ下方修正された。主な内訳を見ると（右図）、設備投資が大幅に下方修正（1次速報値：前期比+1.5%→2次速報値：+0.2%）されたが、公共投資（+1.0%→+1.8%）のほか、政府消費（+0.9%→+1.2%）や民間在庫投資（寄与度▲0.1%Pt→▲0.0%Pt）が上方修正されたことにより、全体としては小幅な下方修正にとどまった。そのほか、輸出（▲0.1%→▲0.0%）と輸入（+1.6%→+1.7%）がともに小幅上方修正されたが純輸出の寄与（▲0.3%Pt）は変わらず、住宅投資（+0.2%→+0.1%）がわずかに下方修正されている。つまり、4～6月期の日本経済は、輸出が停滞するなかで、設備投資や住宅投資の増勢は弱まったものの、補正予算で積み増された公共投資の拡大が続き、個人消費も10連休効果もあって持ち直したことから、緩やかな拡大を維持したと評価できる。

実質GDPの推移(季節調整値、前期比年率、%)

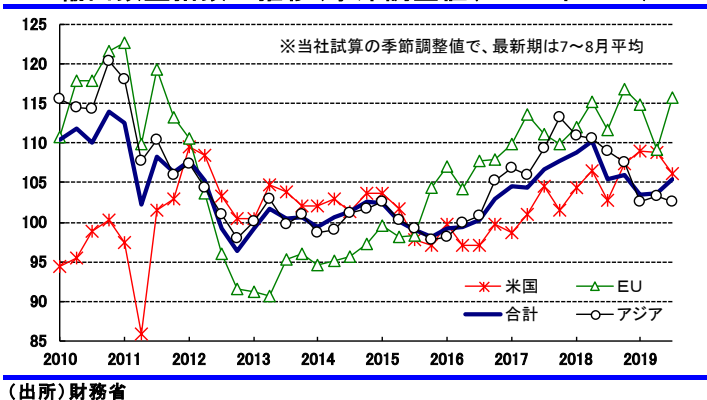


輸出は持ち直すも依然弱い

7月以降の景気動向を確認すると、まず、輸出はやや持ち直した程度にとどまっている。輸出全体の約8割を占めるモノ（財、残り2割はサービス）の輸出動向を示す通関輸出数量指数は、7月に前年同月比+1.6%と9ヵ月ぶりに増加したが、8月は▲6.0%と再びマイナスに転じた。当社試算の季節調整値で月毎の動きを見ると、7月に前月比+4.5%もの大幅増となったが、8月は▲4.4%と大きく落ち込み、7～8月を均した水準は4～6月期を1.8%上回るにとどまっている（下図）。

仕向け地別に7～8月の水準を4～6月期と比べると、米国向けは▲2.4%、アジア向けも▲0.5%と落ち込んでおり、EU向け（+6.1%）の健闘が全体を押し上げたに過ぎない。米国向けは、自動車や自動車部品の減少が目立ち、アジア向けは4～6月期に持ち直した中国向けが▲1.3%と再び減少したことが下押しした。なお、中国向けはIC（半導体）が急回復する一方で、自動車の増勢が一服し、自動車部品の大幅な落ち込みが続いた。中国経済減速の中心が情報関連分野の生産調整から貿易摩擦激化の影響を受けた内需低迷にシフトしている様子が見え始める¹。また、大きく増加したEU向けも、欧州経済が減速している²ことを踏まえると強過ぎる印象があり、

輸出数量指数の推移(季節調整値、2015年=100)



¹ 詳しくは、2019年9月20日付 Economic Monitor「中国経済：貿易摩擦の影響が本格化し減速続く（8月経済指標）」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2019/1735/>

² 詳しくは、2019年9月26日付 Economic Monitor「ユーロ圏：当面低成長も、2020年以降の持ち直しは展望可能」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2019/1737/>

輸出は牽引役不在の状況にあると言える。

日米貿易協定の概要

	日本	米国
農産品	牛肉・豚肉・小麦・乳製品・ワインの関税はTPPと同内容 コメは米粒のほか、調製品を含めたコメ関係はすべて除外 米国との将来の再協議規定あり	牛肉について現行の日本枠と複数国枠を合体 醤油、ながいも、柿、メロン、切り花、盆栽等42品目の関税撤廃・削減
工業品	有税工業品は譲許せず	自動車・自動車部品については、米国譲許表に「更なる交渉による関税撤廃」と明記 自転車、楽器、蒸気タービン、工具などその他の工業品の関税撤廃・削減
※通商拡大法232条の扱いについては、「両国は、両協定の誠実な履行がなされている間、両協定及び本共同声明の精神に反する行動を取らない」旨を日米首脳共同声明で確認。数量制限、輸出自主規制等の措置を課すことはない旨は関係間で確認。		

(出所)内閣府「日米貿易協定、日米デジタル貿易協定の概要」

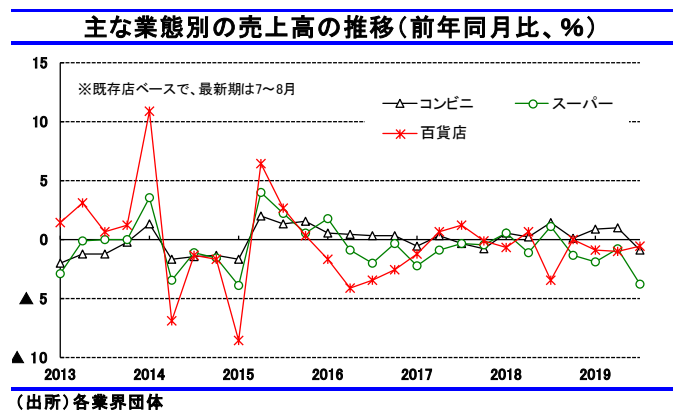
なお、輸出の先行きについての懸案事項であった日米貿易交渉は、9月25日にニューヨークで開催された首脳会談において合意文章への署名に至った。その内容は、日本が米国からの牛肉や豚肉などの農産品輸入に関する関税をTPPの範囲内で引き下げる一方、米国も工業品の一部について関税の撤廃や引き下げを行うものである(上表)。自動車関税(2.5%)の撤廃は継続協議とされたが、最も懸念された米通商拡大法232条に基づく自動車への追加関税(25%)は少なくとも当面は対象外となることが確認された模様である。この追加関税は、延期期間が終了する11月にも実施される可能性があったが、今回の結果により、ひとまず大幅な関税導入による対米自動車輸出の落ち込みは回避されることになった³。また、継続協議では、自動車関税のほか、サービス分野や医薬品制度などの非関税障壁について議論される見通しであり、その内容次第では米国が追加関税の適用に踏み切る可能性を残すことには留意が必要であろう。

個人消費は駆け込み需要が本格化

個人消費は半分弱が物販、残る半分強をサービスが占めるが、うち物販は、7月に天候不順の影響で大きく落ち込んだが、8月には消費増税前の駆け込み需要もあって持ち直しつつある。

主要小売業態の動向を見ると(右図)、百貨店売上高(店舗数調整済)は梅雨が長引くなど天候不順を主因に7月は前年同月比▲2.9%と大きく落ち込んだが、梅雨明けを受けて8月は+2.3%と5か月ぶりの増加に転じた。夏物商品が増加したほか、男性用衣料品や宝飾品が大幅に伸び、消費増税前の駆け込み需要が押し上げた模様である。その結果、7~8月平均では前年同期比▲0.6%となり4~6月期の▲0.9%から若干改善した。

スーパー売上高(既存店)も7月は天候不順を主因に前年同月比▲7.1%と大きく落ち込んだが、8月は▲0.3%とほぼ前年並みを回復した。衣料品のマイナス幅が縮小、7月は夏物を中心に不振だった

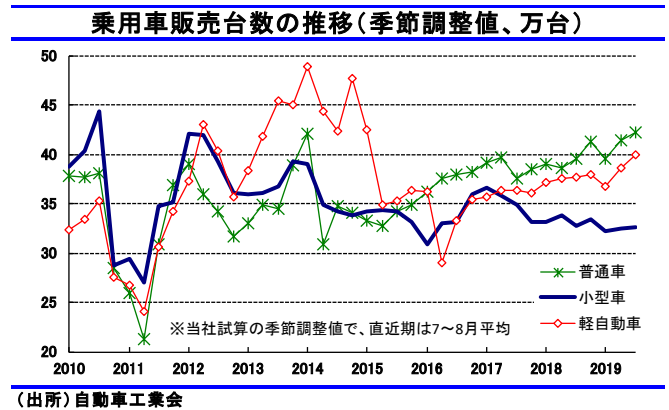


³ 内閣府「日米貿易協定、日米デジタル貿易協定の概要」には、通商拡大法232条による米国の自動車追加関税について、「両国は、両協定の誠実な履行がなされている間、両協定及び本共同声明の精神に反する行動を取らない」旨を日米首脳共同声明で確認、数量制限・輸出自主規制等の措置を課すことはない旨は関係間で確認、と明記されている。

家電製品が大幅に増加した。ただ、7～8月平均で見ても前年同期比▲3.8%と4～6月期の▲0.7%からマイナス幅が拡大しており、全体で見れば低迷の域を脱していない。

コンビニ売上(既存店)も7月は前年同月比▲2.5%と夏物商品の不振で落ち込んだが、8月は+0.8%と3か月ぶりのプラスに転じた。飲料やアイスクリームなどが押し上げたほか、たばこを含む非食品が大幅に伸びており、駆け込み需要が出始めている模様である。ただ、7～8月では前年同期比▲0.9%と落ち込みを埋め切れておらず、4～6月期の+1.0%からは悪化している。

乗用車販売台数(当社試算の季節調整値)は、7月の年率453.5万台から8月は465.2万台へ2.6%増加した(右図)。緩やかながらも2か月連続で増加しており、年初からの傾向を見ても1～3月期の434.3万台から4～6月期450.6万台、7～8月平均459.4万台と徐々に水準を切り上げている。増加ペースは前回増税時とは比べるべくもないが、駆け込み需要が押し上げに貢献しているとみられる。なかでも普通車と軽自動車の増加が顕著である。

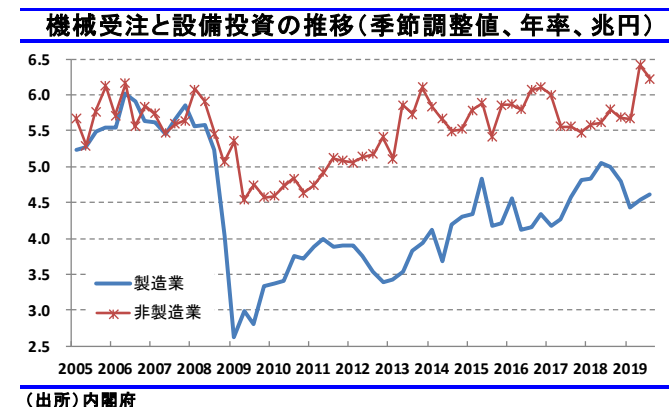


駆け込み需要がより明確に確認できたのは白物家電である。日本電機工業会によると、8月の白物家電国内出荷額は前年同月比+11.7%の大幅増となり、8月としては1985年以降で最高の額を記録した。7月に天候不順でエアコンや扇風機の販売が落ち込んだ反動もあるが、洗濯機が+25.3%となったほか、冬物商品の一部も大幅増となり、駆け込み需要が本格化している。

サービス消費を含め、9月にはさらに幅広い分野で駆け込み需要が見込まれるため、7～9月期の個人消費は前期に続いて前期比での増加を期待できそうである。ただし、前回の消費増税直前(2014年1～3月期:前期比+2.0%)には遥かに及ばず、その分、増税後の反動落ちも小さくならう。

設備投資は増勢弱まる兆し

4～6月期の実績が2次速報で下方修正された設備投資は、先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)が7月に前月比▲6.6%と落ち込み、4～6月期に比べても7月は1.0%下回るなど、増勢が弱まる兆しが見られる(右図)。内訳を見ると、製造業からの受注は持ち直しつつあるが弱く、非製造業からの受注は4～6月期に大幅増となった反動から落ち込んでいる。



前回の消費増税時には、パソコンなどで駆け込み需要が見られ、今回も7～9月期は駆け込み需要で押し上げられる可能性はあるが、これまで指摘した通り循環的にピークアウトの可能性が高まっていることに加え、消費増税後の景気に関する不透明感もあるため、今後は一旦減少に転じる可能性が高いと考えられる。

住宅投資も頭打ち

設備投資と同様、住宅投資も頭打ちの兆しが見られる。先行指標の住宅着工戸数は、2018年10～12月期の年率95.5万戸から2019年1～3月期94.2万戸、4～6月期91.8万戸と下げ足を速め、直近7月の実績はさらに91.0万戸まで減少した。

内訳を見ると（右図）、駆け込み需要狙いの着工一巡で落ち込んでいた分譲住宅が7月はリバウンドしたものの、過剰感の強い貸家は7月も減少が続き、駆け込み需要により増加傾向にあった持ち家（注文住宅）⁴が減少に転じた。

今後は、持ち家の減少が続き、貸家も金融機関の融資態度が慎重化していることもあり下げ止まりは期待し難く、分譲住宅も消費増税の影響や東京五輪が近付き建築コストの高止まりが見込まれる中で当面は着工には慎重となろう。住宅投資は減少基調に転じると予想される。

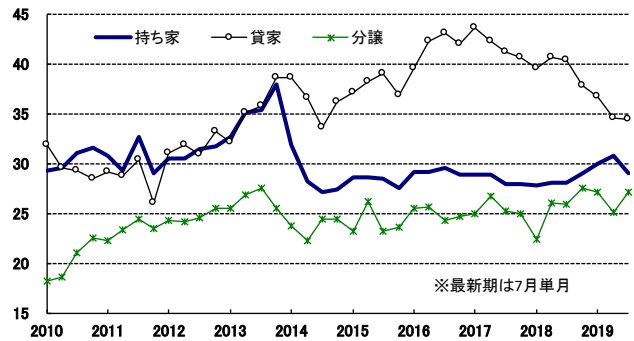
2021年度にかけての見通し

以上の通り、足元の経済情勢が概ね想定範囲内であるため、今後の日本経済については、先月作成した見通し⁵を修正する必要はないと判断している。

すなわち、消費増税直前となる2019年7～9月期は、住宅投資や設備投資が減少、公共投資が減速する一方で、輸出は持ち直し、個人消費も駆け込み需要で押し上げられ小幅増加する。その結果、実質GDP成長率は前期比で若干のプラスになると予想する。

消費増税後は、増税による実質的な所得目減りや、景気の先行きに対する懸念により個人消費は一時的に落ち込み、景気全体としても一旦は停滞感が強まる。住宅投資や設備投資の減少も続こう。しかしながら、駆け込み需要が小さいため反動落ちも小さく、政府による各種支援策もあるため、個人消費の落ち込みは小さいことに加え、人手不足から賃金上昇圧力は根強く、2020年に入ると東京五輪関連需要の盛り上がりや消費者マインドの改善などが見込まれるため、景気は腰折れには至らず拡大基調を

住宅着工戸数の推移(季節調整値、年率、万戸)



(出所)国土交通省

日本経済の推移と予測(年度)

前年比,%,%Pt	2016 実績	2017 実績	2018 実績	2019 予想	2020 予想	2021 予想
実質GDP	0.9	1.9	0.7	0.8	0.4	0.9
国内需要	0.1	1.5	0.8	0.9	0.1	0.8
民間需要	▲0.1	1.8	1.1	0.6	▲0.0	0.9
個人消費	0.0	1.0	0.4	0.8	0.6	0.5
住宅投資	6.3	▲0.7	▲4.3	▲1.6	▲5.6	▲2.2
設備投資	▲0.5	4.6	3.5	0.8	▲1.4	3.4
在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(0.1)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.1)
政府消費	0.7	0.4	0.9	1.6	0.5	0.6
公共投資	0.6	0.5	▲4.0	2.0	▲0.2	0.5
純輸出(寄与度)	(0.7)	(0.4)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.4)	(0.1)
輸出	3.6	6.5	1.5	▲0.9	3.1	0.8
輸入	▲0.9	4.0	2.1	▲0.3	0.9	0.4
名目GDP	0.7	2.0	0.5	1.6	1.1	1.3
鉱工業生産	0.8	2.9	0.2	▲0.5	1.5	1.7
失業率(%、平均)	3.0	2.7	2.4	2.3	2.1	2.0
経常収支(兆円)	21.7	22.2	19.2	18.5	22.0	24.9
消費者物価(除く生鮮)	▲0.2	0.7	0.8	1.0	1.1	0.6

(出所)内閣府ほか、予想部分は当研究所による。

⁴ 注文住宅（建築請負契約）の場合、2019年9月30日までに引き渡すか、3月31日までに請負契約が完了していれば、旧税率（8%）が適用される。

⁵ 詳細は、2019年8月30日付「日本経済情報 2019年8月号 2021年度までの経済見通し」参照。

<https://www.itochu-research.com/ia/report/2019/1729/>

維持しよう。日本経済は、東京五輪終了まで改善が続き、2019年度の実質 GDP 成長率は前年比+0.8%、2018年度と同程度の伸びを維持すると予想する。

東京五輪後は、関連需要の落ち込みや消費増税対策の効果一巡が景気を下押しする。さらに、住宅投資や設備投資の減少が続き、2020年度後半の日本経済は再び停滞しよう。そのため、2020年度の実質 GDP 成長率は前年比+0.4%へ減速すると予想する。

2020年から2021年にかけては、海外景気の行方に左右されることとなろう。世界経済は、米中貿易摩擦の更なる激化が回避されることを前提とすれば、大統領選を終えた米国経済が2%程度の潜在成長率まで減速すれど堅調な拡大を維持し、欧州経済は英国のEU離脱(Brexit)による一時的な混乱から脱して再び成長ペースを速め、中国経済も貿易摩擦の影響が一巡し成熟化に伴う緩やかかつ制御可能な減速に落ち着くと見込まれる。その場合、海外景気の改善に伴って輸出も拡大基調が定着、人手不足への対応ニーズも相まって、企業の設備投資拡大を後押しすることとなろう。日本経済の2021年度の実質 GDP 成長率は、輸出と設備投資の牽引により、潜在成長率程度の前年比+0.9%まで回復することも可能だと予想される。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。